

四季度销量大幅下滑，拖累全年收入增速

贵州茅台（600519）2012 年年报点评

谨慎推荐（维持）

风险评级：一般风险

2013 年 4 月 1 日

投资要点：

- ◆ **年报业绩符合预期。**公司公布2012年年报，2012年实现营业收入264.6亿元，同比增长43.76%，销量2.57万吨，同比增长21.12%；实现归属于上市公司股东的净利润133.1亿元，同比增长51.86%；实现每股收益12.82元。利润分配预案：以2012年年末总股本103,818 万股为基数，向全体股东每10 股派发现金红利64.19元（含税）。
- ◆ **四季度销量大幅下滑，拖累全年收入增速。**第四季度实现收入65.24亿元，同比增长37.05%。公司在12年9月份提价20%-30%，经测算第四季度公司酒类产品销量增速仅为5.4%-14.2%，远低于全年销量增速21.12%。第四季度销量大幅下滑，拖累收入增速。
- ◆ **毛利率上升，销售费用大幅增加。**12年公司酒类产品毛利率为92.27%，比上年同期增加0.7个百分点。全年酒类产品单位价格平均上涨18.7%，单位生产成上升8.8%，价格提升幅度大于成本上升程度，导致公司毛利率上升。公司12年销售费用12.25亿元，同比大幅增长70%。
- ◆ **1季度业绩增速有保障。**考虑到经销商趁盈利空间较大的情况下，快速提货变现的心理，预计2013年1季度销量有保障，但销量增速将放缓，但受益于12年9月份提价的影响，预计13年1季度业绩增速仍有保障。
- ◆ **盈利预测与投资建议。**我们预计贵州茅台2013-2015年实现归属于上市公司净利润171.1亿元、205.8亿元、226.9亿元，同比增长28.59%，20.27%，10.24%；对应EPS 为16.5元、19.8元、21.9元。维持“谨慎推荐”评级。风险提示：政府限制性消费加码，经济复苏低于预期，食品安全问题。

公司主要财务指标预测表

	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	26455.34	33902.51	40689.79	48123.82
同比%	43.76%	28.15%	20.02%	18.27%
归属母公司净利润(百万元)	13308.08	17112.61	20581.10	22688.86
同比%	51.86%	28.59%	20.27%	10.24%
毛利率%	92.27%	92.75%	93.00%	93.00%
ROE%	38.97%	35.60%	32.21%	31.89%
每股收益(元)	12.82	16.48	19.82	21.85
每股净资产(元)	32.89	46.30	61.55	68.54
市盈率(倍)	13.17	10.24	8.52	7.73
市净率(倍)	5.13	3.65	2.74	2.46

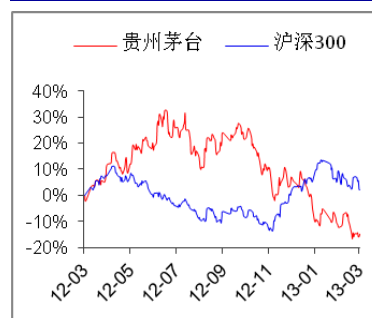
黄凡
SAC 执业证书编号：
S0340511010003
电话：0769-22119416
邮箱：hf@dgzq.com.cn

研究助理
李一凡
电话：13760277127
邮箱：liyifan@dgzq.com.cn

主要数据 2013 年 3 月 29 日

收盘价(元)	168.86
总市值(亿元)	1753
总股本(百万股)	1038
流通股本(百万股)	1038
ROE(TTM)	35.60
12月最高价(元)	266.08
12月最低价(元)	162.31

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

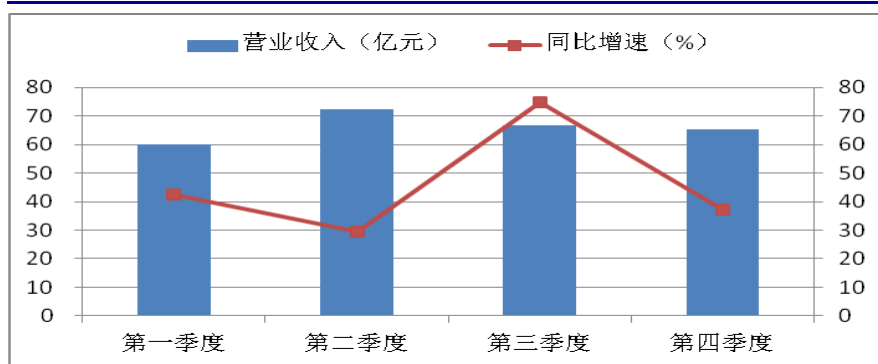
相关报告

1. 四季度销量大幅下滑，拖累全年收入增速

公司公布 2012 年年报，年报业绩符合预期。2012 年实现营业收入 264.6 亿元，同比增长 43.76%，销量 2.57 万吨，同比增长 21.12%；实现归属于上市公司股东的净利润 133.1 亿元，同比增长 51.86%；实现每股收益 12.82 元。利润分配预案：以 2012 年年末总股本 103,818 万股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 64.19 元（含税）。

第四季度实现收入 65.24 亿元，同比增长 37.05%。公司在 12 年 9 月份提价 20%-30%，经测算第四季度公司酒类产品销量增速仅为 5.4%-14.2%，远低于全年销量增速 21.12%。第四季度销量大幅下滑，拖累收入增速。

图 1：2012 年单季度收入及增速

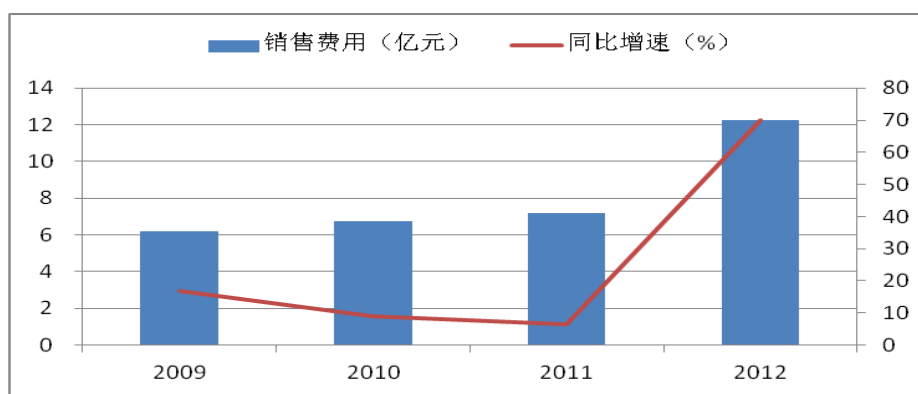


资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

2. 毛利率上升，销售费用大幅增加

12 年公司酒类产品毛利率为 92.27%，比上年同期增加 0.7 个百分点。其中，茅台酒毛利率 94.17%，同比增加 0.63 个百分点；系列酒毛利率 73.42%，同比提升 4.86 个百分点。全年酒类产品单位价格平均上涨 18.7%，单位生产成上升 8.8%，价格提升幅度大于成本上升程度，导致公司毛利率上升。12 年 3 月国务院发布“禁酒令”以及之后高端酒水的限制性政策出台，贵州茅台遭遇了寒冬。公司 12 年销售费用 12.25 亿元，同比大幅增长 70%。

图 2：2012 年销售费用大幅提升



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

3. 2013 年 1 季度业绩增速仍有保障

考虑到经销商趁盈利空间较大的情况下，快速提货变现的心理，预计 2013 年 1 季度销量有保障，但销量增速将放缓，但受益于 12 年 9 月份提价的影响，预计 13 年 1 季度业绩增速仍有保障。

4. 公司长期投资价值仍在

春节期间茅台一批及终端价大幅下降，对于茅台酒回归理性消费有利。2008 年末政府出台了四万亿的经济刺激计划，向经济输入了大量流动性，加之茅台酒在 2010 年拍出惊人价格，带动了市场对茅台的投资乃至投机需求。茅台酒价格大幅下滑可以挤出投机需求，扩大个人和商务需求。前几年一批价与终端价无论多么高涨，茅台出厂价都是稳步提升的，而每年茅台酒新增可供销售量也取决于五年前茅台酒基酒产量，因此只要公司保障了渠道利润，未来业绩的稳步增长是有保障的。

此外，公司也在积极挖掘消费者空间。11 年 5 月和 12 年 5 月份茅台举行了汉酱和仁酒的新闻发布会，汉酱和仁酒是补充高端消费下面的二线产品，在政务消费长期受抑制情况下，积极开拓中高端市场顺应了行业发展。同时茅台加大直营店建设，目前公司建设了 30 多家茅台酒直营店，预计未来仍会继续推进。通过直营店的大力铺设，不仅维护品牌形象，还可以主动挖掘大众消费和礼品市场。

5. 盈利预测与投资建议

我们预计贵州茅台 2013-2015 年实现收入 339 亿元、406.9 亿元、481.2 亿元，同比增长 28.15%，20.02%，18.27%；实现归属于上市公司净利润 171.1 亿元、205.8 亿元、226.9 亿元，同比增长 28.59%，20.27%，10.24%；对应 EPS 为 16.5 元、19.8 元、21.9 元。维持“谨慎推荐”评级。

6. 风险提示

政府限制性消费加码，经济复苏低于预期，食品安全问题。

表 1：公司利润预测表

科目(百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
营业总收入	26455.34	33902.51	40689.79	48123.82
营业总成本	7627.70	9968.80	12104.93	15711.16
营业成本	2044.31	2457.93	2848.29	3368.67
营业税金及附加	2572.64	3051.23	3662.08	4812.38
销售费用	1224.55	1695.13	2034.49	2887.43
管理费用	2204.19	2824.08	3458.63	4571.76
财务费用	-420.98	-59.57	-47.37	-43.87
资产减值损失	2.98	0.00	0.00	0.00
其他经营收益	3.10	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.10	0.00	0.00	0.00

其中 对联营和合营投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	18830.74	23933.72	28584.86	32412.66
加 营业外收入	6.76	0.00	0.00	0.00
减 营业外支出	137.01	0.00	0.00	0.00
利润总额	18700.49	23933.72	28584.86	32412.66
减 所得税	4692.04	5983.43	7146.22	8103.16
净利润	14008.45	17950.29	21438.65	24309.49
减 少数股东损益	700.37	837.68	857.55	1620.63
归属于母公司净利润	13308.08	17112.61	20581.10	22688.86
最新总股本(万股)	1038.18	1038.18	1038.18	1038.18
基本每股收益(元)	12.82	16.48	19.82	21.85
市盈率(倍)	13.17	10.24	8.52	7.73

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上

行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上

风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 2211943

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn